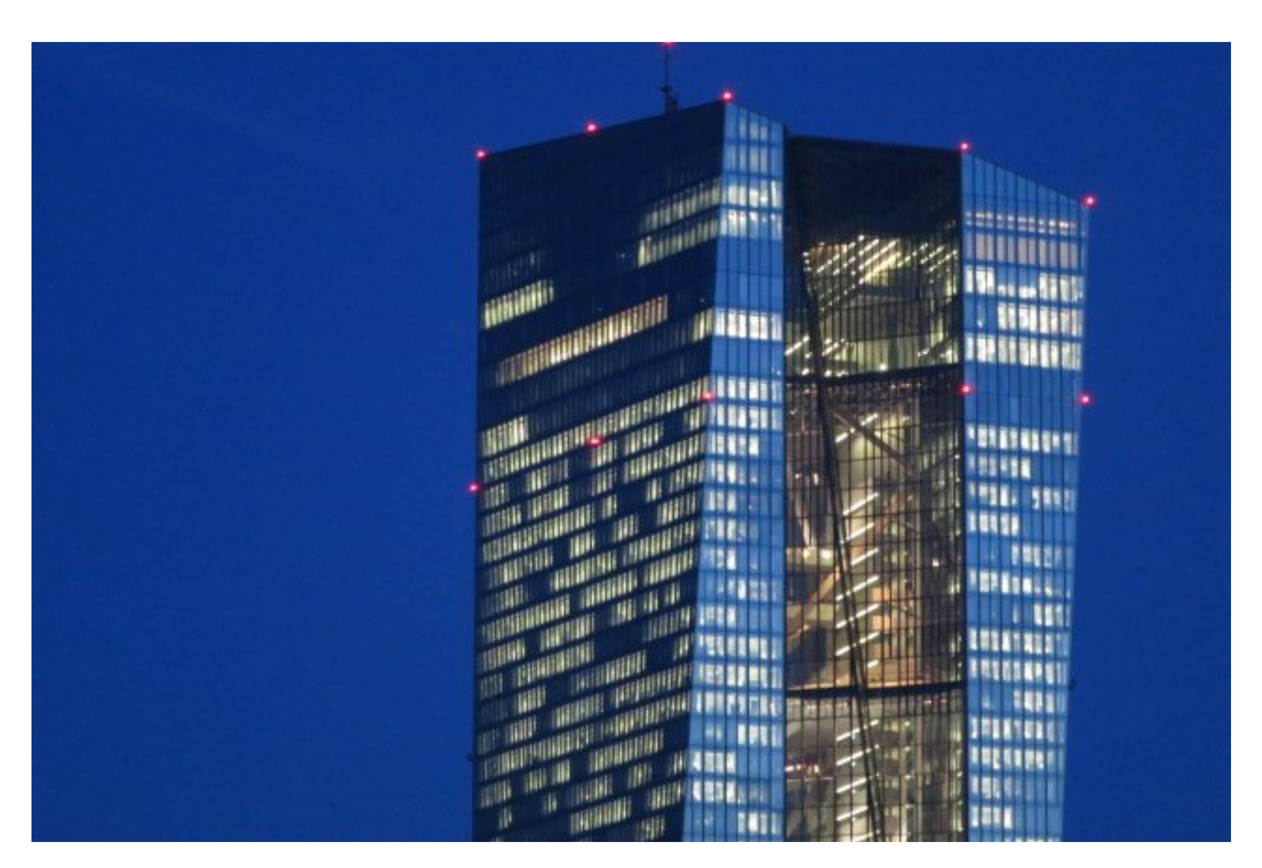






ACHIM SZEPANSKI 2022-08-03

KRISENINDIKATOREN AM CHINESISCHEN IMMOBILIENMARKT UND AN DEN MÄRKTEN FÜR STAATSANLEIHEN

ECONOFICTION CHINA, DERIVATE, FINANCE, IMMOBILIEN, KRISE, STAATSANLEIHEN

Diese Woche meldet der angeschlagene Immobilienkonzern China Evergrande, dass eine seiner Einheiten aufgefordert wurde, eine Bürgschaft in Höhe von 1,1 Mrd. USD einzulösen, wodurch eine weitere große finanzielle Verpflichtung aufgedeckt wurde, die zuvor nicht bekannt gegeben war. Damit bleibt Evergrande weiter ein Problemkind der Finanzindustrie Chinas.

Zudem wurde bekannt, dass Chinas Banken Hypothekenverluste in Höhe von 350 Mrd. USD drohen, womit das Vertrauen in den Immobilienmarkt des Landes weiter sinkt, während die Behörden versuchen, die sich verschärfenden Turbulenzen durch verschiedene Maßnahmen einzudämmen.

Die unter anderem durch die Krise von Evergrande ins Stocken geratenen Bauprojekte haben das Vertrauen und die Kauflust von Hunderttausenden von Hauskäufern erschüttert und einen Hypothekenboykott in mehr als 90 Städten ausgelöst. In einem Worst-Case-Szenario schätzt S&P Global Ratings, dass, wie oben schon angemerkt, derzeit 356 Milliarden Dollar oder 6,4 % der Hypotheken in Gefahr sind. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Engagement der chinesischen Banken im Immobiliensektor das aller anderen Branchen bei weitem übertrifft.

Schon letztes Jahr rückte mit dem drohenden Zusammenbruch des Immobilienkonglomerats Evergrande der chinesische Immobilienmarkt, dessen Wert auf mindestens 52 Billionen Dollar geschätzt wird, in den Mittelpunkt. Der Immobilienmarkt ist definitiv ein wichtiger Faktor für die finanzielle Stabilität in China. Dabei war Evergrande letztes Jahr genauso hoch oder höher verschuldet als Lehman Brothers zum Zeitpunkt ihres Konkurses, der die Finanzkrise von 2008 auslöste. Im Gegensatz zu Lehman Brothers, dessen Vermögenswerte über den gesamten Markt verteilt waren, konzentriert sich die finanzielle Aktivität von Evergrande jedoch auf einen einzigen Sektor.

Während die Gesamtverschuldung Chinas im Verhältnis zum BIP in diesem Jahr voraussichtlich auf einen neuen Rekordwert steigen wird, zögern die Konsumenten, sich stärker zu verschulden. Zudem verlangsamt sich das Wachstum der verfügbaren Einkommen, was die Fähigkeit von Hauskäufern, ihre Schulden zu bedienen, weiter beeinträchtigt.

Um die Probleme des chinesischen Wohnungsmarktes zu verstehen, ist es zunächst sinnvoll, die rasante Wachstumsrate des Wohnungsmarktes in den letzten zwanzig Jahren zu betrachten. Anfang der 2000er Jahre begannen zwei unterschiedliche wirtschaftliche Realitäten zusammenzukommen: steigende Einkommen und künstlich gesenkte Zinssätze. Um wirtschaftliche Investitionen und das Wachstum des Immobilienmarktes zu fördern, senkte die chinesische Regierung die Zinssätze, um die Kreditvergabe zu begünstigen, und schuf eine Subventions- und Anreizstruktur für die Entwicklung von Immobilien und anderen groß angelegten landbasierten Projekten. Der Verkauf und die Vermietung von Grundstücken wurden zu einer Haupteinnahmequelle für die Regierungen auf lokaler Ebene, was nicht nur die Entwicklung weiter beschleunigte, sondern auch eine enorme Quelle der Korruption darstellte.

Während der Immobilienmarkt immer weiter wuchs, wurden immer mehr internationale Investitionen in den Markt gelockt. Solange die Löhne weiter stiegen und die staatlichen Subventionen weiter flossen, konnte dies so weitergehen, auch wenn immer mehr Häuser gebaut wurden, ohne dass Käufer oder Mieter zur Verfügung standen. Als die Löhne Ende der 2010er Jahre zu sinken begannen und die Staatsausgaben zurückgingen, um eine Staatsschuldenkrise zu verhindern, waren die Voraussetzungen für eine kommende Krise gegeben. Der chinesische Immobilienmarkt war aber bereits vor der Pandemie in einem fragilen Zustand. Das strukturelle

Risiko wurde durch die Maßnahmen des Staates, der ein hohes Maß an Kontrolle über die Wirtschaftstätigkeit ausübt, eine Zeit lang abgewendet. In China hat sich der Immobilienmarkt bis 2022 stark aufgebläht und beginnt nun rasch zu schrumpfen.

Dabei sind, trotz hoher Inflationsraten im Konsumentenbereich, die deflationären Tendenzen in den Finanzmärkten nicht zu übersehen. Sie verstärken die Rezession in den industriellen Sektoren, die schon seit 10 Jahren wegen geringer Profitabilität und sinkender Produktivität weltweit stagnieren. Die Unterbrechungen in den globalen Lieferketten aufgrund der Pandemie und die steigenden Energiepreise haben diese Entwicklung nur noch verschärft. Die erste Hälfte des Jahres 2022 war weltweit ein historisch schlechter Abschnitt für die Finanzmärkte, und der Abstieg war nicht auf Aktien beschränkt. Praktisch alle Anlagebereiche (mit Ausnahme von Sachwerten wie Wohnimmobilien und steigenden Rohstoffen wie Öl) haben sich schlechter entwickelt als Barmittel und Barmitteläquivalente wie kurzlaufende Staatsanleihen.

Dabei kann der Zusammenbruch der Preise von Vermögenswerten eine viel ernstere Bedrohung für die Wirtschaft darstellen als die Verbraucherpreisinflation. Fallende Vermögenspreise und Verluste aus dem Wertverfall von Vermögenswerten können die globale Liquidität, d. h. die für Investitionen, Schuldentilgung usw. verfügbaren Mittel, schrumpfen lassen. Der Zusammenbruch der Preise von Vermögenswerten führt auch zum Ausfall von Banken, einschließlich Schattenbanken, und anderen Gläubigern. Pensionsfonds, die in diese Vermögenswerte investiert sind, können ebenfalls betroffen sein.

Seit Wochen berichtet die Financial Times, dass der Wert von Investitionen in Kryptoanlagen implodiert ist. Die gesamte Marktkapitalisierung von Kryptowährungen ist von mehr als 3,2 Milliarden Dollar im letzten Jahr auf unter 1 Milliarde Dollar gesunken.

Zudem sind die Märkte für Staatsanleihen in den USA und der EU in Turbulenzen geraten. Der Zinsunterschied bzw. der Spread zwischen deutschen und italienischen Staatsanleihen ist in den vergangenen Wochen angestiegen. Italien muss weitaus höhere Zinsen für seine Staatspapiere zahlen als Deutschland, was die Schuldenlast Italiens weiter erhöht. Die EZB kann aufgrund der Inflation und der Schulden im Süden der Eurozone nur schwerlich handeln, da sie die Zinsen zwecks Inflationsbekämpfung erhöhen und zugleich absenken muss, um die Schulden im Süden der Eurozone abzahlbar zu halten.

Auf dem Markt für US_Staatsanleihen ist zudem eine inverse Zinskurve zu beobachten, was als ein Rezessionssignal gilt. Die Renditen langfristiger 10 Jahres-Bonds sind unter die Renditen kurzfristiger Bonds gefallen. Langfristige Staatsanleihen werden normalerweise höher verzinst als Anleihen mit einer kurzen Laufzeit, damit das höhere Risiko kompensiert werden kann. Eine inverse Entwicklung deutet eine Rezession an.

Im Schnitt haben US-Staatsanleihen, seit Jahresbeginn neun Prozent ihres Wertes eingebüßt, womit auch ausländische Anleger sich aus den Staatsanleihen der USA zurückziehen. Japan als der derzeit größte Auslandsgläubiger der USA hat im Mai Anleihen im Wert von 2,4 Milliarden Dollar abgestoßen, im April 7 Milliarden Dollar. Fallende Kurse bei Staatsanleihen sind von steigenden Zinsen begleitet. Die Zinssteigerungen der Fed, die der Inflationsbekämpfung dienen,

führen zur Verteuerung des Schuldendienstes der Staaten. Die Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbanken erhöhen zudem die Schuldendienste der Unternehmen und der Konsumenten.

Kleiner Exkurs zur Finanzkrise.

Waren es bei der Finanzkrise 2008 vor allem Hypotheken und CDS, die als Krisenindikatoren einzustufen waren, so wurden danach Instrumente wie CLOs (Unternehmensanleihen) erfunden, die heute als Krisenindikatoren dienen.

Der gigantische Überschuss an Surplus-Kapital, der in den Billionen von zirkulierenden U.S. Dollars sichtbar wird, zeichnet die krisenhafte Struktur der finanziellen Zirkulation des spekulativen Kapitals aus, den nicht-produzierenden und kontinuierlich expandierenden Pool eines mobilen und frei flottierenden Kapitals in Lichtgeschwindigkeit, das die Finanzinstitutionen und ihre Akteure profitmaximierend ver-handeln, indem sie die Volatilität der Derivate bespielen. Die globale Finanzkrise von 2008 bespielte das *Über* in Dimensionen, Prozessen und Quantitäten von Geldkapital jenseits dessen, was wir bisher wussten oder an das wir uns erinnern können. Sie zeigte zudem, dass die Prozesse der finanziellen Kapitalisierung die Produktion als den wichtigsten dynamischen Prozessor des Kapitals ersetzt und zugleich eine kreative Destruktivität in die soziale Ökonomie implementiert haben, die weit über die Allokation des Kapitals zum Zweck der Steigerung der Warenproduktion zu hinausgeht, nämlich die Beförderung des Exzesses der profitablen Spekulation von Geldkapital, die Beschleunigung der Ströme eines nomadischen Kapitals mittels der Kreation ständig neuer innovativer Derivate bis hin zur Erzeugung von Gewalt im Kontext eines systemischen Kollaps, der die Bevölkerungen in immer neue Miseren, in die Verarmung und in finanzielle Ungewissheiten stürzt.

Je umfangreicher an den Finanzmärkten extrem hohe Profite realisiert werden, desto mehr spekulatives Kapital fließt in die Märkte, womit der intensive Wettbewerb zwischen den Finanzunternehmen forciert wird, der wiederum deren Motivationen, das Leverage zu erhöhen, vorantreibt. LiPuma nennt dies den pathologischen, progressiven Impuls der modernen Derivatmärkte. Die Finanzinstitutionen predigen geradezu das Versprechen, dass der Return auf Derivate viel höher als der auf Staatsanleihen oder auf Investitionen in produktives Kapital sein wird. Dadurch werden immer mehr Teilnehmer in die Märkte geschleust, womit sich sowohl die Nachfrage nach Derivaten als auch deren Volatilität erhöht. Beim Tretmühleneffekt, den LiPuma als verantwortlich für die Dynamik der Finanzkrisen ausmacht, widerstreben sich zwei Tendenzen, nämlich zum einen für den einzelnen Akteur die Notwendigkeit, das Risiko zu erhöhen, und zum anderen insgesamt die Notwendigkeit, dass die Integrität des Marktes als Ganzes gesichert bleibt. Diese beiden gegensätzlichen Tendenzen produzieren eine intrinsisch-strukturelle Spannung, die sui generis sozial ist und zugleich in der Logik des spekulativen Kapitals selbst liegt.

An den CDO Märkten nahm der Tretmühleneffekt vor der Finanzkrise von 2008 eine ganz spezifische Form an. Die Derivate sollten einen größeren Return als der risikofreie Return von Staatsanleihen oder produktionsbezogenen Profiten ermöglichen (das risk premium ist die

Differenz zwischen der Zinsrate der CDOs und der der risikolosen Staatsanleihen) und das erhöhte die Nachfrage nach diesen Instrumenten sowie deren Volatilität. Für individuelle Agenten mit ihren kurzfristigen Perspektiven ist es rational, keine profitablen Positionen zu verpassen, egal wie hoch das Risiko der Derivatbewirtschaftung in der Zukunft auch sein mag. Aufgrund der guten Bewertungen und der hohen Returns wuchs die Nachfrage nach CDOs in den Jahren seit 2005 exponentiell. Eine hohe Nachfrage nach CDOs tendiert aber dazu, die Rates of Return der Käufer zu senken, weil eben mehr Teilnehmer dieselben CDOs kaufen, was zu einem Fall der Profitabilität führt.

Die Strategie zur Aufrechterhaltung der hohen Profite bestand für die Marktakteure also darin, das Leverage ihrer Portfolien und damit zugleich ihre Risikobereitschaft zu erhöhen, und dies wurde zudem durch die enormen Quantitäten von Kapital, die durch die lockere monetäre Politik der Fed in die Märkte gepumpt wurden, erleichtert. Dies funktionierte, solange der Einkommensströme, den die CDOs erzeugten, größer als die Kosten für das geliehene Kapital waren. So vergrößerte sich die Nachfrage nach CDOs mit einer immer höheren Geschwindigkeit, was wiederum zu einer Beschleunigung im Angebot der unterliegenden, besicherten und unbesicherten Hypotheken führen musste. Es galt also auch den Anstieg der Nachfrage nach neuen Hypotheken zu forcieren, egal wie es um die Solvenz der Kreditnehmer stand, und egal, ob insbesondere die unbesicherten Hypotheken das risk premium letztendlich senkten.

Damit wird eine Bewegung in Gang gesetzt, mit der im Jetzt die Realisierung einer bestimmten Höhe der Profitabilität zum Basislevel desjenigen zeitlichen Rahmens wird, auf den künftig referenzialisiert wird. Dies kann aber nicht infinit funktionieren, sozusagen in einer schlechten Unendlichkeit, der Hegel so entgegnete, dass er den Mangel zur Potenz erhob. Was in diesem Kontext für die Akteure kurzfristig rational sein mag, wird nämlich für den Markt als Ganzes zum Problem. Ähnlich wie für industrielle Unternehmen die Rationalisierung oder das Ersetzen von Arbeitskraft rational ist, aber für das Kapital als Ganzes zum Problem wird, insofern durch Prozesse der Konkurrenz die Profitraten gesenkt werden. Als die Schranke für die Realisierung von Profiten immer weiter anstieg, kompensierte das spekulative Kapital die Aussicht fallender Profite mit gehebelten Aktionen, die sich in einen systemischen Fehler verwandelten, obgleich Unternehmen wie AIG Derivatinstrumente wie CDS entwickelten, um die Risiken abzusichern.

Dieser Prozess wurde möglich, weil zwei Zyklen des Leverage sich gegenseitig fütterten: Während die Hauseigentümer ihre Häuser hebelten, hebelten die Fondsmanager ihre Portfolios. Letztendlich wurden die beiden ineinander verwobenen Märkte durch eine gegenseitige Instabilität zu einer sich gegenseitig verstärkten Dynamik getrieben. Zudem ließen sinkende Reallöhne und die mangelnde Fähigkeit der Haushalte, die angehäuften Schulden zu tilgen, die Preissteigerungen der Häuser und der auf sie referenzierenden Vermögenswerte (Assets) nach und nach fallen. Die Nachfrage nach neuem Wohnraum ging zurück, was zugleich die Inflationsrate der Immobilienpreise bremste. Dies führte wiederum dazu, dass bei vielen Häusern schließlich mehr Hypothekenschulden ausstanden, als durch deren Verkauf des Hauses erlöst werden konnte. Die Finanzinstitute setzten Vermögenswerte zudem auch als Sicherheiten für Kredite ein, und als dann auch deren Preise fielen, mussten für denselben Kredit mehr

Sicherheiten gestellt werden. Gleichzeitig mussten Akteure, die ein hohes Risiko eingegangen waren und hohe Geldsummen geliehen hatten, ihre Assets verkaufen, um ihre Margins zu halten. Es kam zu plötzlichen Stops der Liquidität. Es waren aber nicht nur die Hypotheken, die Finanzierungschwierigkeiten bei den großen Finanzinstituten auslösten, sondern das Faktum, dass diese ihre Bestände an Assets durch beständige Käufe und Verkäufe an den Repo-Märkten finanzierten. Verliert man wie Lehman Brothers dann wegen eines kollektiven Vertrauensverlusts den Zugang zu diesen Märkten, treibt man unweigerlich in die Insolvenz, wenn es nicht zu staatlichen Bailouts kommt.

In der Finanzkrise von 2008 ist die Liquidität an den Kreditmärkten innerhalb kurzer Zeit fast völlig verdampft. Die finanziellen Institutionen horteten das Geld anstatt es zu investieren, da sie fürchteten, dass ihre Kontrahenten schon insolvent und damit die Preissetzungen von Derivaten ineffizient sein könnten. Das systemische Risiko zeigte sich im Vertrauensverlust an die Zahlungsfähigkeit der Gegenparteien an und wurde als gegenseitige Einschränkung der Liquidität realisiert. Selbst die Market-Maker wurden von der Furcht ergriffen, dass das nächste finanzielle Ereignis schon die Insolvenz der Konkurrenten anzeigen könnte. Der Wertverlust der Assets veranlasste eine weitere Verengung der Kreditmärkte, was wiederum zu weiteren Zahlungsausfällen beitrug. Als eine Reihe von Vermögenswerten schließlich nicht mehr bewertet werden konnte, zog dies eine Liquiditätskrise bei den großen Finanzinstituten nach sich. Unvorhergesehene Risiken und Probleme können also zu gigantischen Swings in der Volatilität führen, die sich gegenseitig aufschaukeln.